



## Recueil de la jurisprudence

CONCLUSIONS DE L'AVOCAT GÉNÉRAL  
M. MELCHIOR WATHELET  
présentées le 18 décembre 2014<sup>1</sup>

**Affaire C-628/13**

**Jean-Bernard Lafonta**  
**contre**  
**Autorité des marchés financiers (AMF)**

[demande de décision préjudicielle formée par la Cour de cassation (France)]

«Rapprochement des législations — Services financiers — Directive 2003/6/CE — Notion d'information privilégiée' — Information 'à caractère précis' — Directive 2003/124/CE — Influence potentielle dans un sens déterminé sur les cours des instruments financiers»

### I – Introduction

1. La présente demande de décision préjudicielle, déposée par la Cour de cassation (France) au greffe de la Cour le 2 décembre 2013, porte sur l'interprétation de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)<sup>2</sup>, et de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124/CE de la Commission, du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6 en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché<sup>3</sup>.

2. La question posée par la juridiction de renvoi s'inscrit dans le cadre d'un litige opposant M. Lafonta à l'Autorité des marchés financiers (AMF) à propos d'une opération financière qui a permis à Wendel SA (ci-après «Wendel»), dont M. Lafonta était à l'époque des faits pertinents de l'affaire au principal le président de son directoire, de prendre une participation significative dans le capital de la société Saint-Gobain. L'AMF a considéré que, en s'abstenant de porter à la connaissance du public l'information relative à la mise en place de cette opération, M. Lafonta a méconnu les dispositions nationales relatives à la publication des informations privilégiées et lui a infligé une amende de 1,5 million d'euros.

1 — Langue originale: le français.

2 — JO L 96, p. 16.

3 — JO L 339, p. 70. Je relève que, en application de l'article 37 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, du 16 avril 2014, sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6 et les directives 2003/124, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission (JO L 173, p. 1), les directives 2003/6 et 2003/124 sont abrogées avec effet au 3 juillet 2016. Il convient toutefois de relever que l'article 7 du règlement n° 596/2014, intitulé «Informations privilégiées», reprend le contenu tant de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6 que de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124 et précise le champ d'application de cette notion.

## II – Le droit de l'Union

### A – La directive 2003/6

3. Conformément à l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6:

«Aux fins de la présente directive, on entend par:

- 1) 'information privilégiée': une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

[...]»

4. L'article 2 de cette directive prévoit:

«1. Les États membres interdisent à toute personne visée au deuxième alinéa qui détient une information privilégiée d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

Le premier alinéa s'applique à toute personne qui détient une telle information:

- a) en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, ou
- b) en raison de sa participation dans le capital de l'émetteur, ou
- c) en raison de son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ou
- d) en raison de ses activités criminelles.

2. Lorsque la personne visée au paragraphe 1 est une personne morale, l'interdiction prévue dans ce paragraphe s'applique également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question.

3. Le présent article ne s'applique pas aux opérations effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée.»

5. Aux termes de l'article 6, paragraphes 1 et 2, de ladite directive:

«1. Les États membres veillent à ce que les émetteurs d'instruments financiers rendent publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement lesdits émetteurs.

[...]

2. Un émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée, au sens du paragraphe 1, afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information. Les États membres peuvent exiger qu'un émetteur informe sans délai l'autorité compétente de la décision de différer la publication d'une information privilégiée.»

#### B – *La directive 2003/124*

6. L'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124, intitulé «Information privilégiée», prévoit:

«1. Aux fins de l'application de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6/CE, une information est réputée 'à caractère précis' si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

2. Aux fins de l'application de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6/CE, on entend par 'information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés', une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.»

### III – **Le litige au principal et la question préjudicielle**

7. Entre le mois de décembre 2006 et le mois de juin 2007, Wendel a conclu avec quatre établissements de crédit (ci-après les «banques») des contrats de «Total Return Swaps» (swaps de transfert de rendement total, ci-après les «TRS») ayant pour actif sous-jacent des actions de la société Saint-Gobain, les banques ayant acquis pour constituer leur couverture un total de 85 millions de titres Saint-Gobain.

8. Pendant la durée des contrats, Wendel devait s'acquitter envers les banques d'une rémunération et percevait d'elles le montant des dividendes attachés aux actions Saint-Gobain. Lors du dénouement des contrats, qui pouvait intervenir au terme prévu ou de manière anticipée à l'initiative de Wendel, devait être calculée la différence entre le «prix de référence», correspondant à la valeur du titre lors de la constitution des TRS et le «prix de dénouement», correspondant à la valeur du titre à la date du dénouement. En cas de plus-value, celle-ci était acquise à Wendel, tandis que, en cas de moins-value, Wendel devait verser la différence à la banque.

9. Parallèlement à la conclusion des TRS, Wendel a obtenu des banques et d'un autre établissement de crédit des concours financiers d'un montant total proche de celui des TRS.

10. Wendel ayant décidé, le 3 septembre 2007, de dénouer progressivement les TRS, acquiert, entre cette date et le 27 novembre 2007, plus de 66 millions d'actions représentant 17,6 % du capital de la société Saint-Gobain et déclare à l'AMF, entre le 26 septembre 2007 et le 26 mars 2008, le franchissement des seuils de 5 %, 10 %, 15 % et 20 % du capital de Saint-Gobain.

11. L'AMF a considéré que, si, le 3 septembre 2007, le directoire de Wendel a officiellement pris la décision de transformer l'exposition économique à Saint-Gobain en détention physique de titres de cette société, les éléments contenus dans le rapport d'enquête de la direction des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF sur les conditions de montée au capital de Saint-Gobain par

Wendel et la concomitance entre la signature des contrats de TRS et l'obtention, par Wendel, de financements lui permettant, à terme, d'acquérir les titres Saint-Gobain cédés par les banques dans le cadre du dénouement des TRS, montrent qu'une volonté d'une prise de participation significative dans le capital de la société Saint-Gobain existait dès l'origine et que c'est à cette fin que cette opération avait été mise en place.

12. En conséquence, l'AMF a reproché à Wendel et à M. Lafonta de ne pas avoir porté à la connaissance du public les principales caractéristiques de «l'opération financière» préparée par Wendel et «destinée à lui permettre d'acquérir une participation significative dans le capital de la société Saint-Gobain», «au plus tard le 21 juin 2007, date à laquelle l'ensemble des TRS avaient été conclus avec les établissements bancaires», et de ne pas avoir porté à la connaissance du public, avant d'être soumis à l'obligation de déclaration de franchissement à la hausse du seuil de 5 %, l'information privilégiée, ayant consisté en la «mise en place, par Wendel, de l'opération susdécrite, afin de pouvoir prendre une participation substantielle dans le capital de la société Saint-Gobain».

13. Par décision du 13 décembre 2010, la commission des sanctions de l'AMF a retenu ces griefs et a infligé une sanction pécuniaire d'un montant de 1,5 million d'euros à Wendel et à M. Lafonta.

14. M. Lafonta a introduit un recours devant la cour d'appel de Paris, qui a confirmé la décision de l'AMF. M. Lafonta s'est pourvu en cassation contre cet arrêt devant la juridiction de renvoi.

15. Selon M. Lafonta, l'information n'est «précise» que si elle permet à celui qui la détient d'anticiper dans quel sens le cours du titre de l'émetteur concerné variera lorsque cette information sera rendue publique. Il prétend que seule une information permettant de prévoir si le cours du titre concerné va monter ou descendre permet à celui qui la détient de savoir s'il doit acheter ou vendre et, par conséquent, lui procure un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui ignorent cette information. Il ajoute que, en l'espèce, il était impossible d'anticiper les conséquences, à la hausse ou à la baisse, que pouvait avoir sur le cours du titre Wendel la divulgation de l'information relative à une prise de participation de cette société dans le capital de la société Saint-Gobain.

16. L'AMF considère qu'une telle exigence va au-delà de la lettre du texte des directives 2003/6 et 2003/124, qui ne fait pas mention du sens de l'effet possible de l'information sur le cours des instruments financiers concernés. Elle estime que la «distinction entre l'information précise et l'information imprécise réside dans la potentialité de son effet sur le marché de sorte que toute information dont il est possible de conclure que, si elle était connue, elle serait susceptible d'entraîner une variation de cours, constitue de ce seul fait une information précise, ce caractère devant être complété par la démonstration de l'influence sensible que l'événement en cause serait susceptible d'avoir sur le cours du titre».

17. Dans ce contexte, la Cour de cassation a décidé de surseoir à statuer et de poser à la Cour la question préjudicielle suivante:

«Les articles 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive [2003/6] et 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive [2003/124] doivent-ils être interprétés en ce sens que seules peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions celles dont il est possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques?»

#### IV – La procédure devant la Cour

18. M. Lafonta, les gouvernements français, tchèque, allemand, italien et polonais ainsi que la Commission européenne ont déposé des observations écrites. M. Lafonta, les gouvernements français et polonais ainsi que la Commission ont formulé des observations orales lors de l'audience qui s'est tenue le 13 novembre 2014.

#### V – Analyse

##### A – Observations liminaires

19. La question de la juridiction de renvoi porte sur la notion d'«information privilégiée», telle que définie à l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6, et plus particulièrement sur le «caractère précis» d'une telle information, tel que défini à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124.

20. Comme l'indique son intitulé, la directive 2003/6 vise à lutter contre les opérations d'initiés et les abus de marché.

21. Afin de réaliser ces objectifs, la directive 2003/6 énonce, notamment, à son article 2, paragraphe 1, l'interdiction des opérations d'initiés<sup>4</sup>, à savoir l'interdiction de l'utilisation illicite d'informations privilégiées<sup>5</sup>, et à son article 6, paragraphe 1, premier alinéa, l'obligation des émetteurs d'instruments financiers de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement lesdits émetteurs. En outre, l'article 14, paragraphe 1, de la directive 2003/6 prévoit que les États membres imposent des mesures ou des sanctions administratives<sup>6</sup> à l'encontre des personnes responsables notamment d'une violation de ces articles 2, paragraphe 1, et 6, paragraphe 1, premier alinéa<sup>7</sup>.

22. Conformément à ses considérants 2 et 12, la directive 2003/6 interdit donc les opérations d'initiés dans le but de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, confiance qui repose, notamment, sur le fait qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées<sup>8</sup>. Le législateur de l'Union européenne estime, au considérant 15 de la directive 2003/6, que les opérations d'initiés et les manipulations de marché empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché, qui est un préalable indispensable aux opérations pour tous les acteurs économiques intervenant sur des marchés financiers intégrés. La première phrase du considérant 24 de la directive 2003/6 précise qu'une communication rapide et équitable des informations au public renforce l'intégrité du marché, alors qu'une communication sélective par les émetteurs peut induire une perte de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers<sup>9</sup>.

4 — Au point 48 de l'arrêt Spector Photo Group et Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806), la Cour a dit pour droit que «[l']interdiction des opérations d'initiés énoncée à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 vise [...] à garantir l'égalité des cocontractants dans une transaction boursière en évitant que l'un d'eux, qui détient une information privilégiée et se trouve, de ce fait, dans une position avantageuse par rapport aux autres investisseurs, en tire profit au détriment de ceux qui l'ignorent».

5 — Voir arrêt Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, point 33 et jurisprudence citée).

6 — Ces mesures et sanctions administratives prévues par les États membres sont «sans préjudice de leur droit d'imposer des sanctions pénales». Voir article 14, paragraphe 1, de la directive 2003/6.

7 — Les États membres sont, à cet égard, tenus de garantir que ces mesures sont effectives, proportionnées et dissuasives (article 14, paragraphe 1, de la directive 2003/6).

8 — Voir arrêt Spector Photo Group et Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, point 47).

9 — Voir également, en ce sens, arrêt Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, point 34).

23. Il s'ensuit que la notion d'«information privilégiée», telle que définie par l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6, est une notion clé qui revêt une importance fondamentale au vu du rôle central qui est le sien au sein des articles 2, paragraphe 1, et 6, paragraphe 1, premier alinéa, de cette directive. En outre, l'obligation des États membres d'appliquer des sanctions en application de l'article 14, paragraphe 1, de ladite directive impose que la définition de cette notion soit claire et réponde aux exigences de la sécurité juridique.

24. Les faits à l'origine de l'affaire au principal portent sur l'obligation, prévue par l'article 6, paragraphe 1, premier alinéa, de la directive 2003/6, de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées. Cette obligation dite «positive»<sup>10</sup> imposée aux émetteurs d'instruments financiers vise à assurer la transparence nécessaire afin de respecter les objectifs de cette directive<sup>11</sup>.

25. L'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6 énonce les quatre éléments essentiels constitutifs d'une information privilégiée en se référant à, premièrement, son caractère précis, deuxièmement, le fait qu'elle n'ait pas été rendue publique, troisièmement, sa relation directe ou indirecte avec soit un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, soit un ou plusieurs instruments financiers et, quatrièmement, son aptitude à influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés<sup>12</sup>.

26. Afin de renforcer la sécurité juridique des participants au marché, parmi lesquels figurent les émetteurs d'instruments financiers, la directive 2003/124 prévoit une définition plus fine de deux des quatre éléments essentiels de la définition de l'information privilégiée<sup>13</sup>, à savoir le caractère précis de l'information (premier élément) et l'ampleur de son impact potentiel sur les cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés (quatrième élément).

27. Au point 53 dudit arrêt *Geltl*, la Cour a dit pour droit que les deux éléments constitutifs d'une information privilégiée énoncés, respectivement, aux paragraphes 1 et 2 de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124 constituaient des conditions minimales dont chacune devait être remplie pour qu'une information puisse être qualifiée de «privilégiée» au sens de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6.

28. En outre, la Cour a souligné le caractère autonome de chacun de ces deux éléments. Le caractère précis d'une information ne dépend pas de la capacité de celle-ci d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés<sup>14</sup>. En effet, conformément aux observations du gouvernement français, «au stade de la détermination du caractère précis de l'information, il n'est pas pertinent de se demander si une telle information peut servir de fondement à la décision d'un investisseur raisonnable».

29. Je relève à cet égard qu'une information «à caractère précis» est, en réalité et dans la pratique, souvent susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers et constitue donc une information privilégiée. Toutefois, il y a lieu de souligner encore une fois que l'appréciation du caractère précis d'une information et sa susceptibilité d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers constituent deux critères à la fois obligatoires et juridiquement distincts.

10 — En revanche, l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 prescrit une obligation dite «négative», à savoir une obligation de s'abstenir de certains comportements sur les marchés en cas de détention d'informations privilégiées.

11 — Voir points 20 à 22 des présentes conclusions.

12 — Voir, en ce sens, arrêts *Spector Photo Group et Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806, point 52) ainsi que *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, point 25).

13 — Considérant 3 de la directive 2003/124.

14 — Voir arrêt *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, point 52).

B – *La notion de caractère précis*

30. Aux termes de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124, une information est réputée à caractère précis si deux conditions cumulatives sont réunies. D'une part, l'information doit faire mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira. D'autre part, elle doit être suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés<sup>15</sup>.

31. La question posée par la juridiction de renvoi porte sur la seconde desdites conditions et vise à savoir, en substance, si cette condition doit être interprétée en ce sens que, pour être «à caractère précis», il est nécessaire qu'une information permette d'anticiper le sens – à la hausse ou à la baisse – d'une variation du cours des instruments financiers concernés.

32. Il y a un consensus général entre les États membres ayant déposé des observations écrites et la Commission pour répondre par la négative à cette question.

33. Seul M. Lafonta propose une autre réponse, estimant qu'une rupture d'égalité entre investisseurs n'apparaît que si le détenteur de l'information est capable d'anticiper de quelle manière le marché évoluera (à la hausse ou à la baisse) lorsque cette information sera rendue publique. Selon lui, seule pareille anticipation lui permet de déterminer s'il doit acheter ou vendre le titre concerné pour réaliser un profit. À défaut, l'investisseur courrait le même risque que l'ensemble du marché en intervenant sur le titre concerné.

34. Il ressort clairement de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 que, pour être réputée «à caractère précis», une information doit avoir un caractère suffisamment concret<sup>16</sup> ou spécifique<sup>17</sup> pour que puisse en être tirée une conclusion quant à un effet possible sur les cours des instruments concernés.

35. Par contre, force est de constater que ni l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6 ni l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 ne font de référence spécifique à une information qui permettrait d'anticiper le sens – à la hausse ou à la baisse – d'une variation du cours de ces instruments<sup>18</sup>. Il va de soi qu'une telle information constituerait une information à caractère précis<sup>19</sup>, mais la question posée à la Cour est celle de savoir si, sans cet élément, pareille information peut être considérée comme ayant un caractère précis.

36. Je relève par ailleurs que l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 est rédigé en des termes très généraux et inclusifs<sup>20</sup>.

15 — La première condition a été interprétée par la Cour dans l'arrêt *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397) et ne fait pas l'objet de la présente demande de décision préjudicielle.

16 — La Cour a utilisé l'expression «caractère concret» au point 48 de l'arrêt *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

17 — Voir en ce sens, notamment, les versions en langue espagnole «suficientemente específico», en langue tchèque «dostatečně konkrétní», en langue allemande «spezifisch genug», en langue anglaise «specific enough», en langue italienne «sufficientemente specifica», en langue néerlandaise «specifiek genoeg» et en langue slovaque «dostatočne konkrétna».

18 — Le gouvernement tchèque relève que, dans les directives 2003/6 et 2003/124, rien n'est indiqué quant à la nécessité de déterminer le sens dans lequel évoluerait probablement le cours des instruments financiers. Selon le gouvernement français, il ne résulte nullement du libellé de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 «que, pour être réputée précise, une information devrait satisfaire une condition supplémentaire qui serait que cette information permettrait d'anticiper le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés lorsqu'elle sera rendue publique».

19 — Pareille information remplirait la condition distincte d'influence sensible énoncée à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, de la directive 2003/124, car elle constituerait à mon avis «une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement».

20 — Il convient de souligner que les directives 2003/6 et 2003/124 s'opposent à une «communication sélective». Voir considérant 24 de la directive 2003/6.

37. En effet, les termes «une conclusion quant à l'effet possible»<sup>21</sup> ont clairement une portée très large et ne sauraient être interprétés de façon restrictive comme ne visant que des informations qui rendent possible la détermination du sens que pourrait prendre une variation du cours des instruments financiers concernés<sup>22</sup>.

38. Il est vrai que cette disposition exclut de la définition d'«information privilégiée» des informations vagues ou générales qui, par leur manque de précision ou de spécificité, ne permettent d'en tirer aucune conclusion quant à leur incidence ou effet possible sur le cours des instruments concernés<sup>23</sup>. Les informations en question sont par nature non concluantes et, par conséquent, inaptes à porter atteinte aux objectifs de la directive 2003/6. Il est donc opportun d'exclure ces informations de la notion d'«information privilégiée» afin d'éviter une surcharge d'informations inutiles pour les participants au marché qui risquerait, d'une part, de les «noyer» et, d'autre part, d'imposer des obligations excessives aux émetteurs d'instruments financiers.

39. Je considère en outre que, au vu de la difficulté dans de très nombreux cas d'apprécier<sup>24</sup> ex ante si une information peut provoquer une hausse ou une baisse des cours des instruments financiers concernés, la délimitation de la portée de la notion d'une information «à caractère précis» aux seules informations qui permettent d'anticiper le sens d'une variation du cours de ces instruments aboutirait à vider les directives 2003/6 et 2003/124 de presque toute leur substance<sup>25</sup>. Ce serait inviter à une communication sélective des informations par les émetteurs en contradiction avec les objectifs de la directive 2003/6.

40. M. Lafonta prétend pourtant que sa position est confortée par la doctrine du comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (ci-après le «CERVM»)<sup>26</sup>. En effet, au point 1.8 d'un document intitulé «Market Abuse directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market» de juillet 2007 (directive sur les abus de marché, niveau 3 – deuxième série d'orientation et d'information du CERVM sur l'application commune de la directive sur le marché, ci-après le «guide»)<sup>27</sup>, le CERVM indique qu'une information

21 — C'est moi qui souligne.

22 — Voir, par analogie, arrêt *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, point 46). Comme le gouvernement italien l'a relevé, la directive 2003/124 «parle clairement à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, deuxième phrase, 'de conclusion quant à l'effet possible [...] sur les cours' et non pas 'd'effet probable [...] sur les cours'. Ce gouvernement considère qu'il suffit de vérifier si une information pourrait techniquement influencer le cours de l'instrument financier visé. Le gouvernement allemand considère que l'expression «à caractère précis» vise «seulement à écarter les informations à caractère vague ou accessoire, qui ne peuvent raisonnablement avoir aucun effet sur les cours et ne peuvent donc servir de fondement à une évaluation de ceux-ci, telles que [...] des rumeurs privées d'un élément de fait constitutif suffisant».

23 — Au point 73 de ses conclusions dans l'affaire *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:153), l'avocat général Mengozzi relève que «[l]a directive 2003/124 pose simplement des conditions minimales en l'absence desquelles une information ne peut être qualifiée de précise et n'exige, aux fins de l'interprétation de l'expression 'raisonnablement penser', ni un niveau élevé de probabilité que la circonstance en question se réalise ni que l'information soit précise au point d'en tirer des conséquences certaines ou presque certaines sur l'effet possible sur l'évolution des instruments financiers en cause ou de ceux dérivés qui leur sont liés». À la note en bas de page 16 de ses conclusions, l'avocat général Mengozzi ajoute qu'une «information ne sera donc pas précise dès lors qu'un événement doit être jugé impossible ou improbable selon un critère de rationalité, le caractère raisonnable en cause faisant défaut, parce qu'il serait resté, par exemple, au niveau de la simple rumeur ou serait tellement peu spécifique qu'il ne serait pas possible d'en tirer des conséquences quant à l'évolution des instruments financiers en cause ou de ceux dérivés qui leur sont liés» (c'est moi qui souligne).

24 — Le gouvernement tchèque considère que «pratiquement personne n'est en mesure de prédire avec précision l'évolution des cours sur le marché financier; pour le dire d'une façon plus familière, personne ne dispose d'une 'boule de cristal'».

25 — Voir, par analogie, arrêt *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, point 47). Selon le gouvernement polonais, «les émetteurs contourneraient aisément l'obligation de publication des informations privilégiées, visée à l'article 6 de la directive 2003/6, en prétextant l'existence de divergences possibles quant à l'incidence de la divulgation de l'information concernée sur le cours des instruments financiers. Cette situation serait manifestement contraire aux objectifs de la directive 2003/6, à savoir assurer l'égalité de traitement des investisseurs en matière d'accès à l'information et accroître la confiance des investisseurs dans le marché des capitaux. En même temps, les moyens prévus par les directives 2003/6 et 2003/124 en vue de lutter contre la fraude sur le marché seraient fortement compromis».

26 — Le CERVM a été institué par la décision 2001/527/CE de la Commission, du 6 juin 2001 (JO L 191, p. 43). Selon l'article 2 de cette décision, tel que modifié par l'article 1<sup>er</sup> de la décision 2004/7/CE de la Commission, du 5 novembre 2003 (JO L 3, p. 32), le CERVM «a pour mission de conseiller la Commission, soit à la demande de celle-ci dans le délai qu'elle peut lui impartir en fonction de l'urgence du sujet traité, soit de sa propre initiative, notamment sur les projets de mesures d'exécution à élaborer dans le domaine des valeurs mobilières, y compris ceux relatifs aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières». Ladite décision 2001/527 a été abrogée par la décision 2009/77/CE de la Commission, du 23 janvier 2009, instituant le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (JO L 25, p. 18). L'article 2 de cette décision reprend en substance le texte de l'article 2 de la même décision 2001/527.

27 — CESR/06-562b.

est suffisamment précise, par exemple, dans deux circonstances. Premièrement, lorsque l'information est telle qu'elle permet à un investisseur raisonnable d'adopter une décision d'investissement sans courir de risques financiers ou en ne courant que des risques limités, à savoir lorsqu'elle lui permet d'évaluer avec assurance comment l'information, une fois connue par le public, affectera le cours de l'instrument financier concerné et des instruments financiers dérivés correspondants. Par exemple, une personne sachant qu'un émetteur particulier est sur le point de faire l'objet d'une offre publique d'achat peut être sûre que le cours de l'action de l'émetteur grimpera, lorsque l'offre deviendra publique. Deuxièmement, si l'information est de telle nature qu'elle serait exploitée immédiatement sur le marché<sup>28</sup>.

41. Il y a lieu de relever tout d'abord que, au point 8 du Feedback Statement (compte rendu) du CERVM<sup>29</sup> sur le guide, publié en même temps que celui-ci, le CERVM a indiqué que l'objectif du guide était notamment de fournir des exemples d'informations qui pourraient constituer éventuellement une «information privilégiée». Forcé est de constater que le guide n'a pas de valeur juridique contraignante, ne saurait être invoqué pour déroger aux dispositions des directives 2003/6 et 2003/124 et, de surcroît, a été publié avant les arrêts Spector Photo Group et Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806) ainsi que Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397).

42. Je considère, conformément aux observations présentées par la Commission lors de l'audience, que le premier exemple fourni au point 1.8 du guide est très extrême et vise une situation rarissime où l'information est claire, complète et ne laisse place à aucun doute. Comme la Commission l'a souligné, pareille certitude n'est évidemment pas nécessaire pour qu'une information puisse être considérée comme privilégiée. En outre, la Commission a signalé, à juste titre, que le point 1.15 du guide reprenait d'autres exemples d'événements, lesquels confortent ma thèse selon laquelle une information sur le sens de la variation du cours n'est pas nécessaire aux fins de la notion d'«information privilégiée». Le huitième tiret du point 1.15 relatif notamment à «l'achat ou la vente du capital ou d'actifs importants» semble concerner très précisément les informations du cas Lafonta, à savoir les TRS. Selon le guide, il s'agit là d'un cas typique d'«information privilégiée». De surcroît, les troisième, septième et avant-dernier tirets du point 1.15 du guide font aussi état d'exemples d'«informations privilégiées», alors que le sens d'évolution des cours n'est nullement prévisible à partir de ces informations. En conclusion, à supposer que le guide soit pertinent, il m'apparaît que M. Lafonta ne peut l'invoquer à l'appui de sa thèse.

43. Par conséquent, je considère que l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6 et l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doivent être interprétés en ce sens qu'une information est réputée «à caractère précis» si elle «fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira» et qu'il est possible de conclure que cet ensemble de circonstances ou cet événement sont de nature à entraîner une variation ou une fluctuation du cours des instruments financiers. Une telle information doit être «suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible [des circonstances ou des événements] sur les cours des instruments financiers concernés [...]».

44. Il n'est par contre pas nécessaire qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que l'influence potentielle de cette information sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elle sera rendue publique.

28 — Il me semble que ce second exemple ne porte pas sur le critère d'une information à caractère précis mais vise plutôt à clarifier la notion d'influence sensible visée à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, de la directive 2003/124.

29 — CESR/07-402.

C – *L'influence sensible sur les cours*

45. La question préjudicielle posée par la juridiction de renvoi ne fait pas référence à l'influence «sensible»<sup>30</sup> d'une information sur les cours des instruments financiers concernés. Ce n'est donc que par souci d'exhaustivité que je vais à présent aborder très brièvement cette condition.

46. Je rappelle, conformément aux observations de la Commission, que le caractère sensible ou non de l'influence que peut avoir sur les cours la divulgation de certaines informations n'est pas pertinent pour la condition de précision exigée à l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6<sup>31</sup>. Ainsi une information, même «à caractère précis», ne nuit pas aux objectifs des directives 2003/6 et 2003/124 si elle n'est susceptible d'affecter les cours des instruments financiers concernés que d'une manière non sensible et, par conséquent, ne constitue pas «une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement», conformément à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, de la directive 2003/124<sup>32</sup>.

47. L'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, de la directive 2003/124, qui porte sur l'ampleur de l'impact potentiel d'une information sur les cours des instruments financiers concernés, vise à exclure ou à filtrer les informations, même à caractère précis, qui auraient un impact *insignifiant* sur ces cours et qui, par conséquent, n'affecteraient pas l'intégrité du marché<sup>33</sup>.

48. Comme pour l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124, je considère que l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, de cette directive n'est pas limité non plus à une information qui permet de déterminer le sens d'une variation du cours des instruments financiers concernés. Une information sur la potentielle volatilité d'un titre, quel qu'en soit le sens, pourrait être dans certains cas une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser pour fonder ses décisions d'investissement.

49. Il ressort du dossier soumis à la Cour qu'il y a des mécanismes financiers qui permettent à un investisseur de retirer un bénéfice en cas de variation sensible du cours d'un titre, quel que soit le sens de cette variation, si certaines conditions du marché sont remplies.

50. Par conséquent, il y a lieu de vérifier au cas par cas si une information sur la possibilité même d'une variation sensible pourrait être une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement, même si cette information n'est pas indicative du sens de cette variation.

51. Pour conclure, je ferai référence aux exemples d'informations qu'a donnés le gouvernement polonais lors de l'audience, qui tout en n'indiquant pas le sens d'une variation possible des cours n'en sont pas moins privilégiées au sens des directives 2003/6 et 2003/124. Ainsi, le fait que le président directeur général d'une entreprise du secteur de la construction prenne sa retraite et pourrait être remplacé par un dirigeant qui a une longue expérience en matière de télécommunications peut être une information à caractère précis susceptible d'être prise en compte par des investisseurs

30 — Voir articles 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6 et 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, de la directive 2003/124.

31 — Voir points 28 et 29 des présentes conclusions.

32 — L'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, de la directive 2003/124 de même que l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de cette directive sont rédigés en des termes généraux. Ainsi qu'il ressort du considérant 1 de la directive 2003/124, les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations disponibles ex ante. Ce considérant 1 ajoute que «[c]ette appréciation doit prendre en considération l'impact anticipé de l'information en question compte tenu de l'ensemble de l'activité de l'émetteur concerné, de la fiabilité de la source d'information et de toutes autres variables de marché susceptibles d'exercer en l'occurrence une influence sur l'instrument financier concerné ou tout instrument financier dérivé qui lui est lié». Voir également, en ce sens, point 55 de l'arrêt *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

33 — Cette disposition peut être considérée comme une règle de minimis.

raisonnables dont certains estimeront que ce remplacement donnera un nouvel élan à l'entreprise alors que d'autres seront d'avis que le recrutement d'un dirigeant extérieur au secteur ne peut que l'affaiblir<sup>34</sup>. Dans les deux cas, l'information devra être rendue publique, dès que possible, conformément à l'article 6 de la directive 2003/6.

## VI – Conclusion

52. Eu égard aux considérations qui précèdent, j'invite la Cour à répondre à la question préjudicielle posée par la Cour de cassation de la manière suivante:

L'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), et l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124/CE de la Commission, du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6 en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, ne doivent pas être interprétés en ce sens que seules peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions celles dont il est possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques.

34 — Le gouvernement polonais a également évoqué l'exemple d'une entreprise de production laitière qui se transforme en entreprise de construction et utilise comme terrains de construction ses propriétés immobilières anciennement dédiées à la production de lait. L'effet de cette modification sur le sens du cours des actions de l'entreprise en question n'est pas non plus prévisible.